



L'esperimento dell'Euro: riflessioni controcorrente sull'Unione monetaria

Stefano Marchese

I mercati credono che l'Unione monetaria si farà e sarà estesa anche ai Paesi a valuta debole. Il dibattito in corso sull'Euro, invece, appare costellato da luoghi comuni e frasi fatte, senza approfondimenti sulle conseguenze per l'economia reale. I possibili scenari

Il dibattito sull'Unione monetaria europea che, in questi ultimi dodici mesi e segnatamente dall'inizio del corrente anno, è dato registrare sulla stampa, anche specializzata, e fra i politici, si caratterizza per alcune peculiarità che meritano di essere adeguatamente segnalate.

In primo luogo la creazione di una moneta unica in ambito europeo viene considerata, invero apoditticamente, come la panacea per tutti i mali che oggi affliggono le economie dei paesi dell'Unione. Alla frase "entrare in Europa", che oggi sentiamo ormai ripetere come uno slogan, e alla quale sono state attribuite valenze semantiche e significazioni filosofiche pari all'imperativo categorico kantiano, si fa conseguire, senza adeguata dimostrazione, una serie di affermazioni che possono essere così sintetizzate:

1. "entrare in Europa" è la soluzione - forse l'unica soluzione - per risolvere i grandi problemi delle economie europee;
2. "entrare in Europa" significa giungere nel migliore dei mondi possibili, secondo un approccio metodologico che ricorda molto quello di Candido di Voltaire;
3. di converso, "non entrare in Europa" è sinonimo di rovina per il paese che ne resta fuori;
4. una "boccatura" sui criteri di convergenza equivale ad un anatema, alla scomunica dal bel mondo dell'Europa, per cui guai a chi si azzarda a dubitare del fatto che un paese "possa farcela" ad entrare nel club dell'Unione monetaria: si rischia un incidente diplomatico.

Vi è innanzitutto da chiedersi se partecipare sin dall'inizio all'Unione economica e monetaria voglia davvero dire "entrare in Europa", e se il non parteciparvi equivalga al contrario.

In realtà, il non partecipare alla prima fase della Uem non vuol dire altro che differire l'adesione alla moneta unica. Tutte le conquiste dell'unione economica, a cominciare dalla libera circolazione delle merci, dei capitali, dei servizi e delle persone, non vengono certo messe in discussione da una eventuale conversione differita della moneta nazionale nella moneta europea.

Certo, la barriera valutaria, che fra molti paesi verrebbe

meno, determinerebbe per il paese che non partecipa all'unione monetaria un ostacolo di un certo rilievo. E le ricadute sui mercati finanziari di tale differimento sarebbero, verosimilmente, di non poco conto. Ma ciò non significa, necessariamente, che le conseguenze per l'economia reale sarebbero catastrofiche.

Paradossalmente, i paesi che, nell'ambito delle economie occidentali, presentano le statistiche economiche più floride, ossia una combinazione virtuosa fra crescita economica sostenuta, bassa inflazione, tasso di disoccupazione in netta discesa e in alcuni casi ai minimi storici, pressione fiscale contenuta, rapporti fra debito e deficit pubblico rispetto al Pil estremamente ridotti, forza della rispettiva valuta, sono quelli che hanno ignorato i criteri di Maastricht.

Ciò vale per la Gran Bretagna che, non essendosi mai preoccupata in questi anni di partecipare all'Unione monetaria, presenta i migliori fondamentali economici fra tutti i paesi dell'Unione europea.

E questo vale per gli Stati Uniti i quali, del tutto estranei alle vicende della Uem, avrebbero tutte le carte in regola per entrarvi, come disse qualche tempo fa, con una battuta, il Presidente Clinton. E per entrarvi in piena salute, non moribondi come molti paesi europei, naturali candidati all'Euro.

In secondo luogo ai criteri di Maastricht viene comunemente attribuita la stessa valenza delle tavole della legge che ricevette Mosé.

Un tale approccio ha conseguenze argomentative che non possono essere trascurate.

A parte qualche autorevole ma del tutto isolata opinione che si chiedeva se i criteri di Maastricht non fossero in qualche modo errati, arbitrari o incompleti (perché il rapporto deficit/Pil massimo è del 3% e non del 2% o del 4%; perché non si è tenuto conto dei diversi tassi di crescita delle economie, se si escludono alcune disposizioni del patto di stabilità che consentono un temporaneo sfondamento della percentuale in presenza di gravi recessioni; perché è stato ignorato il tasso di disoccupazione, o la disomogeneità della pressione fiscale fra i diversi paesi, potenzialmente foriera di fenomeni migratori di non poco conto, e così via), essi sono stati presi come un dato di fatto, come una premessa inconfutabile, e solo qualche *dissenting opinion* si è levata, in tempi recenti, fra taluni politici europei di fresca nomina. Ma senza grande successo.

Si preferisce, quindi, giocare con i criteri, sostenendo che la decisione per l'adesione alla moneta unica deve essere "politica" e non "tecnica", e quindi - anche se i numeri non dovessero proprio tornare - un *éscamotage* si dovrebbe comunque trovare.

Si preferisce, altresì, giocare con i numeri, facendo operazioni di *window dressing*, manipolando i dati dei bilanci pubblici per farli apparire in linea con i parametri del trattato. E poiché "così fan tutti", o per lo



"Alcuni Paesi, come la Gran Bretagna, pur non essendosi mai preoccupati di partecipare all'Unione monetaria, presentano i migliori fondamenti economici"

meno ci provano, nessuno si dovrebbe scandalizzare più di tanto.

Nel frattempo, e questa è la terza osservazione che deve essere formulata, le economie europee sono stagnanti, i tassi di crescita irrisori, la disoccupazione continua a salire, i dati dei bilanci pubblici, anche quelli dei paesi più "virtuosi", sono in progressivo deterioramento.

Le prospettive di una ripresa dell'attività economica, che si intravedono da tempo, sono sistematicamente soffocate da una politica fiscale di rigore, compatibile con il progetto di Maastricht ma assolutamente in contrasto con la situazione dell'economia reale; la politica monetaria è solo formalmente espansiva, ma i tassi reali di interesse sono a livelli assai elevati in rapporto alla crescita tendente allo zero delle economie; i tassi di risparmio delle famiglie decrescono, e ciononostante la domanda interna è sempre più debole; la diminuzione dell'inflazione, anziché essere causata da fenomeni di razionalizzazione produttiva, da un incremento dell'efficienza dei mercati, da processi concorrenziali, come accade ad esempio oltreoceano, appare invece originata dalla debolezza dei consumi.

Ancora, se comunque l'unione monetaria si dovesse fare, quali probabilità di sostenibilità potrebbero essere assegnate ad una situazione di partenza così pregiudicata, in presenza di effetti collaterali quali la perdita di sovranità dei singoli paesi nella politica monetaria e, in buona parte, in quella fiscale?

Quindi l'Euro, per dirla con una frase di manzoniana memoria, "non s'ha da fare"?

Una simile conclusione sarebbe senz'altro errata e inadeguata.

A nostro sommo avviso, a poco tempo dal giorno cruciale, è mancato e manca tuttora un dibattito serio

sull'Euro, è mancato il coraggio di affrontare e valutare con la necessaria serenità la tempistica, le conseguenze e le prospettive di una unione monetaria fatta oggi, nella situazione attuale, con criteri conati all'inizio degli anni '90, quando la situazione economica e sociale era ben altra in tutta Europa. La fretta, anziché la ponderazione, sembra dirigere gli incontri che si susseguono a livello europeo, in un gioco di staffetta verso la moneta unica.

L'errore pare essere di metodo, prima e più che di contenuto: piuttosto che le ragioni dell'economia, la saggezza dei filosofi di tutto il mondo vi si oppone. *Festina lente*, diceva Cesare, e Shakespeare: "Presto si stanca chi troppo lesto sprona".

Difatti, siamo oggi di fronte ad uno degli esperimenti finanziari di maggior rilevanza della storia.

L'Euro, se si farà, sostituirà molte valute europee, la cui offerta verrà regolata dalla banca centrale europea.

Tutto ciò porterà con sé, innegabilmente, notevoli benefici, fra cui il venir meno del rischio di cambio e dei costi di conversione delle valute, a vantaggio dei singoli consumatori che viaggiano per l'Europa e di quelle imprese, segnatamente piccole, per le quali il costo della copertura dal rischio di cambio in oggi è elevato.

Così come lo sviluppo degli strumenti finanziari derivati sui cambi ha aumentato le possibilità per le imprese di maggiori dimensioni di formulare previsioni di lungo periodo e ha stimolato la crescita economica attraverso la creazione di un ambiente con un minor rischio di cambio, l'Euro consentirà all'intera platea degli operatori economici di fruire di questo beneficio.

Le conseguenze dell'unione monetaria sull'economia reale sono difficili da prevedere, e alcune nostre perplessità, *rebus sic stantibus*, sono già state esplicitate.

Piuttosto che fare congetture, e portare acqua al mulino ora degli eurottimisti, ora degli europessimisti, riteniamo sia più proficuo concentrare le nostre riflessioni sui profili finanziari dell'Euro, ragionando non su ipotesi di difficile dimostrazione, ma su dati di fatto.

Se si escludono alcuni periodi di tensione ed incertezza, nel corrente anno i mercati finanziari hanno dimostrato di credere che l'Euro si farà, con la partecipazione anche dei paesi più "deboli" come l'Italia, la Spagna e il Portogallo.

Questo è dimostrato:

1. dal processo di convergenza in atto fra i tassi di interesse a lungo termine in Europa, e segnatamente dalla diminuzione del livello dei tassi a dieci anni dei titoli pubblici dei tre paesi sopra considerati;
2. dalla riduzione e dalla convergenza della volatilità fra le monete europee;
3. dalla convergenza dei tassi a termine a cinque anni a decorrere dalla data di introduzione dell'Euro.

Consideriamo ora l'ipotesi che l'Euro non si dovesse fare, oppure che, a cose fatte, uno o più paesi dovesse tornare alla propria valuta nazionale.

La lezione della storia economica non può essere a questo proposito ignorata, costellata com'è da grandiosi progetti di accordi di cambio finiti in modo traumatico. Come si è avuto modo di evidenziare, le ragioni per cui potrebbero crearsi tensioni prima o dopo l'introduzione dell'Euro possono essere riassunte nel fatto che la politica di unione monetaria appare, allo stato dei fatti, divergente dalla realtà economica e dal supporto popolare.

Sebbene sia innegabile che vi sia una forte volontà politica di realizzare il progetto di unione monetaria allargata a tutti i paesi, i dati economici suggeriscono che solo il blocco dei paesi dell'area del marco (Germania, Benelux, Austria, Finlandia e Francia) potrebbero formare una unione caratterizzata da sufficienti probabilità di sopravvivenza, a causa del grado di convergenza da queste raggiunto. E questo, comunque, con notevoli difficoltà, stante l'elevato tasso di disoccupazione in Germania e in Francia.

Per "capacità di sopravvivenza" di un'unione monetaria intendiamo che l'economia ad essa connessa dovrebbe poter disporre di strumenti di politica economica per far fronte a shock di domanda o di offerta. Secondo le regole dell'EMU, tuttavia, i singoli Stati potrebbero non essere in grado di rispondere autonomamente a shock macroeconomici che riguardassero il singolo paese - come la scoperta di un enorme giacimento petrolifero in Francia o il declino delle industrie in Germania - usando la politica monetaria, essendo questa determinata a livello centrale sulla base di criteri che attengono ai dati economici dell'intera unione.

Parallelamente, la discrezionalità nella politica fiscale è limitata dai criteri di Maastricht.

Di conseguenza, ogni problema strutturale macroeconomico che sia asimmetrico - ossia che riguardi un solo paese, ovvero più paesi ma in modo assai differenziato - che dovesse manifestarsi ad unione monetaria avvenuta o che sia presente sin dal suo stabilimento (come l'elevato tasso di disoccupazione in alcuni paesi, oppure gli squilibri fondamentali nei bilanci pubblici mascherati da "operazioni cosmetiche", o ancora la fissazione di tassi di conversione delle valute che determinino vantaggi o svantaggi competitivi) tenderà a persistere nel tempo, particolarmente a causa della scarsa mobilità dei fattori produttivi in Europa.

La mancanza di convergenza fra i tassi di disoccupazione è, a nostro avviso, il segnale in oggi più preoccupante al riguardo.

La differenza, a questo proposito, fra Europa e Stati Uniti è assai notevole. Recenti studi¹ hanno evidenziato le differenze fra le economie della Ue e degli Usa in termini di asimmetria degli shock macroeconomici che potrebbero verificarsi, dimostrando come eventuali shock che dovessero colpire uno o più paesi della Ue sarebbero molto più asimmetrici rispetto a quelli che potrebbero colpire singoli Stati degli Usa. Ulteriormente, sempre secondo tali studi, le economie europee sono più lente nel rispondere a tali shock.

Negli Stati Uniti, ad esempio, gli shock che dovessero manifestarsi in un singolo Stato trovano adeguata compensazione in fenomeni di migrazione della manodopera e dei capitali.

In Europa, al contrario, le barriere linguistiche, culturali e legali-istituzionali dei sistemi paese rendono meno mobili il lavoro e il capitale fra gli Stati.

Questo spiega come negli Stati Uniti l'unione monetaria funzioni adeguatamente in quanto, per riprendere l'espressione dell'economista Mundell², sono un'"area valutaria ottimale", dotata di un livello di integrazione e di mobilità dei fattori produttivi assai elevato.

Mentre dubbi al riguardo possono essere espressi per l'Europa.

Siamo quindi di fronte ad una situazione in cui i mercati finanziari credono nell'unione monetaria, mentre le ragioni dell'economia reale tendono a creare grossi

dubbi sulle possibilità di realizzazione e di sopravvivenza della stessa, così come è oggi disegnata.

Situazione pericolosissima, perché laddove le aspettative dei mercati venissero smentite, si potrebbero verificare tempeste monetarie e valutarie di notevole entità.

Già sin d'ora non è difficile prevedere che prima della determinazione dei tassi di conversione delle valute si verificherà un aumento della volatilità nei mercati valutari e dei tassi di interesse come risultato della speculazione su quali saranno le valute che parteciperanno all'Euro, su quali saranno i tassi di conversione e quali conseguenze essi avranno sulla competitività di ciascun paese.

L'annuncio ufficiale avrà, parimenti, l'effetto di determinare movimenti repentini nei mercati, laddove si verificassero scostamenti fra aspettative e realtà.

Ad unione monetaria avvenuta, sebbene non vi saranno scambi valutari fra le monete Ue, essendo queste sostituite dall'Euro, i mercati sanno che non è impossibile per un paese uscire dall'unione, ritornando alla valuta nazionale, qualora ciò diventasse un imperativo dal punto di vista politico per l'insostenibilità della situazione economica interna, e ciò indipendentemente da ogni vincolo di carattere giuridico.

Qualora dovesse prospettarsi tale situazione, la speculazione, non potendo agire sul cambio, agirebbe verosimilmente sui tassi di interesse.

Così se, ad esempio, la Spagna partecipa alla moneta unica ma ad un certo punto i mercati dovessero realizzare che è politicamente insostenibile il suo permanere a causa di gravi squilibri economici interni (come il tasso di disoccupazione) aggravati dalla disciplina monetaria e fiscale dell'Euro, la speculazione agirebbe facendo aumentare il differenziale di tasso di interesse fra titoli spagnoli e titoli tedeschi.

Insomma, a nostro sommo avviso il progetto dell'Euro appare assolutamente degno di essere perseguito ma si impone una adeguata riflessione sui tempi e sui modi della sua realizzazione, senza la quale l'euforia dei mercati finanziari e il sogno dei politici rischierebbe di infrangersi contro il muro della dura realtà dell'economia reale.

E ciò vale non solo per il nostro paese, ma per tutti, a cominciare dal primo e naturale candidato per l'Unione, la Germania.

Se si osservano i grafici delle valute, l'inversione di trend da negativo a positivo che si è verificato, ad esempio, sul cambio dollaro/lira il 4 gennaio 1997, e che tuttora permane saldamente in corso, deve far riflettere. E analogo messaggio viene dal cambio dollaro/marco: i mercati stanno guardando al dollaro come alla stella che li guida in sicuro e glorioso porto, spostandosi dalle valute europee, sulle quali, al di là dell'apparente quiete, rischia di verificarsi, ove non siano presi adeguati correttivi, una tempesta di non poco conto.

note

1 Cfr. Robinson e Lawrence, *Emu supplement*, in *Risk*, giugno 1997, 18 e ss.; Bayoumi e Eichengreen, *Shocking Aspects of EMU*, New York, 1992.

2 Cfr. Mundell, *A theory of Optimum Currency Areas*, in *American Economic Review*, 1961, 657 e ss..